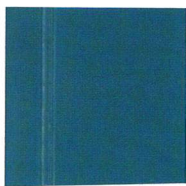
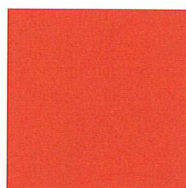
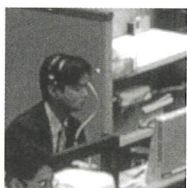
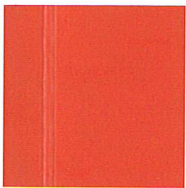
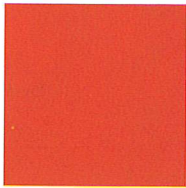


Borsa 2002

Rapporto ref.irs sul mercato azionario



BIBLIOTECA
MILANO



Il Sole
24 ORE

BORSA 2002

Rapporto ref.irs sul mercato azionario

11. Introduzione

12. La Borsa negli Stati Uniti

13. Sintesi

14. La caduta del cuneo dei rendimenti e i rischi

15. La riduzione della riduzione del premio al rischio

16. L'andamento stagionale del mercato azionario e le ipotesi economiche

17. Il ciclo del 2001 e le prospettive di breve termine

18. La liquidazione della new economy

19. L'evoluzione di Borsa e lo scenario di medio termine

Appendice

1. La stima dei coefficienti e l'introduzione di un indicatore di sopravvitalizzazione all'interno di una Taylor rule

2. La riduzione della garanzia implicita della Fed

Le borse in Europa

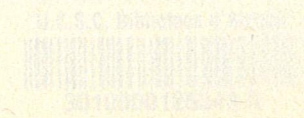
2001, un anno deludente per l'Europa

Il mercato europeo

Prospettive di Borsa in Europa

ref.irs

RICERCHE E CONSULENZE
PER L'ECONOMIA E LA FINANZA



ISBN 88-8363-336-9

© 2002 Il Sole 24 ORE S.p.A.
Economia e Management
Sede legale: via Lomazzo 52, 20154 Milano
Redazione: via Tiziano 32, 20145 Milano
Servizio clienti: Tel. 3022.5680 (prefisso 02 oppure 06);
Fax 3022.5400 (prefisso 02 oppure 06);
e-mail: servizioclienti.libri@ilsole24ore.com

Prima edizione: marzo 2002

Sommario

11	<i>Presentazione</i>
13	1. Le borse negli Stati Uniti
13	Sintesi
14	1.1 Caduta dei corsi ma prezzi ancora elevati
18	1.2 Stabilità della riduzione del premio al rischio
23	1.3 L'attuale sopravvalutazione di borsa e le attese inconsistenti
24	1.4 Il ciclo del 2001 e le prospettive di breve termine
28	1.5 Le incertezze sulla new economy
31	1.6 L'economia di borsa e lo scenario di medio termine
37	<i>Appendice</i> a cura di Nicoletta Barabaschi
39	La stima dei coefficienti e l'introduzione di un indicatore di sopravvalutazione all'interno di una Taylor rule
43	La valutazione della garanzia implicita della Fed
49	2. Le borse in Europa
49	Sintesi
50	2.1 2001: un anno deludente per l'Europa
52	2.2 La bolla europea
58	2.3 Effetti ricchezza in Europa
61	2.4 Le prospettive
62	2.5 Una correlazione crescente
66	2.6 Ciclo degli investimenti e raccolta di capitale
71	3. La riorganizzazione dei mercati di borsa in Europa
71	Sintesi
72	3.1 Le novità dell'anno
78	3.2 Dove sta andando il post trading in Europa?

81	3.3	Quanto costa la frammentazione del post trading in Europa?
87	3.4	Verso quale configurazione del post trading in Europa?
99	4.	Le piccole e medie imprese europee e la borsa
99		Sintesi
99	4.1	I mercati per le piccole e medie imprese
102	4.2	Il potenziale di imprese quotabili
103	4.3	Un problema di domanda
106	4.4	I vantaggi di un eventuale consolidamento dei mercati
109	5.	La diffusione della proprietà azionaria tra le famiglie italiane
109		Sintesi
110	5.1	La crescente partecipazione all'investimento azionario
116	5.2	Un fenomeno rapido e persistente
118	5.3	Il profilo dell'investitore in azioni
125	5.4	Un'eredità importante per il futuro
127	6.	Ritorno alle piramidi?
		Le recenti evoluzioni negli assetti proprietari delle società quotate italiane e le implicazioni per la tutela degli azionisti
127		Sintesi
128	6.1	Introduzione
130	6.2	Gli strumenti di separazione tra proprietà e controllo e il conflitto d'interessi tra azionisti di minoranza e soci dominanti
133	6.3	Due operazioni emblematiche: Italenergia/Montedison e Pirelli/Telecom
138	6.4	Gli azionisti di minoranza di fronte al controllo piramidale: un anno vissuto pericolosamente
144	6.5	Verso una nuova disciplina dei gruppi di società: cattive notizie per gli investitori?
147	7.	Il fisco e la borsa: Tremonti – Visco – Tremonti
147		Sintesi
148	7.1	Introduzione
148	7.2	La riforma della tassazione delle imprese e delle attività finanziarie
151	7.3	La riforma Visco e il mercato azionario
154	7.4	Verso una nuova riforma fiscale: quali prospettive per il mercato azionario?

Indice del materiale illustrativo

Salvo diverse indicazioni, le fonti dei dati sui quali si basano le elaborazioni ref.irs sono Thomson Financial Datastream.

13	1.	Le borse negli Stati Uniti
15	Fig. 1.1	Stati Uniti: indici di borsa
16	Fig. 1.2	Stati Uniti: borsa e politica monetaria
17	Fig. 1.3	Stati Uniti: rapporto P/E
17	Fig. 1.4	Stati Uniti: borsa e tassi d'interesse
19	Fig. 1.5	Stati Uniti: premio al rischio
20	Fig. 1.6	Stati Uniti: la politica monetaria della Fed
22	Fig. 1.7	Indice S&P500: l'effetto della "Greenspan put option"
23	Fig. 1.8	Stati Uniti: attese di crescita del Pil
25	Fig. 1.9	Stati Uniti: grado di utilizzo della capacità produttiva
26	Fig. 1.10	Stati Uniti: indice di fiducia dei consumatori
28	Fig. 1.11	Stati Uniti: cambio reale effettivo
31	Fig. 1.12	Stati Uniti: gli investimenti non residenziali
32	Fig. 1.13	Stati Uniti: la ricchezza azionaria delle famiglie
33	Fig. 1.14	Stati Uniti: ricchezza netta e passività delle famiglie
29	Tab. 1.1	Stati Uniti: indicatori di performance
37		Appendice
40	Fig. A1.1	Confronto tra Federal fund e tasso d'interesse derivante dalla stima dei coefficienti
42	Fig. A1.2	Confronto tra Federal fund e tasso d'interesse derivante dalla stima "aumentata" dei coefficienti
46	Fig. A2.1	Politica monetaria asimmetrica, moral hazard e sopravvalutazione dei prezzi azionari

- 40 Tab. A1.1 Risultati della regressione nel periodo Greenspan
 41 Tab. A1.2 Risultati della regressione della regola aumentata nel periodo Greenspan
 47 Tab. A2.1 Variazioni del premio al rischio e della sopravvalutazione azionaria al variare di n in un unico istante di tempo
- 49 2. Le borse in Europa
 52 Fig. 2.1 Performance relativa Europa/Usa: anno 2001
 53 Fig. 2.2 Stati Uniti e area euro: la revisione delle previsioni di crescita
 54 Fig. 2.3 Tassi d'interesse reali ex post
 55 Fig. 2.4 Borsa americana ed europea: dal 1995 al 2001
 56 Fig. 2.5 Stati Uniti e area euro: crescita della domanda interna
 57 Fig. 2.6 Europa e Usa: P/E rispetto alla loro media
 64 Fig. 2.7 Rapporto tra effetti Paese ed effetti settore: media mobile a 12 mesi
- 51 Tab. 2.1 Indici di borsa: variazioni significative
 54 Tab. 2.2 Stati Uniti e area euro: performance settoriali nel 2001
 59 Tab. 2.3 Effetto sui consumi di un aumento dei prezzi di borsa
 60 Tab. 2.4 Effetto sugli investimenti di un aumento dei prezzi di borsa
 63 Tab. 2.5 Correlazione della borsa statunitense con gli altri mercati
 64 Tab. 2.6 Coefficienti di correlazione tra indici azionari europei
 67 Tab. 2.7 Capitale raccolto dalle società quotate: ripartizione per aree valutarie
 69 Tab. 2.8 Capitale raccolto dalle società quotate: ripartizione per mercati
- 71 3. La riorganizzazione dei mercati di borsa in Europa
 79 Fig. 3.1 La configurazione del post trading in Europa e negli Stati Uniti
 82 Fig. 3.2 Flussi dispositivi nelle negoziazioni di azioni cross border
 86 Fig. 3.3 Una stima della composizione dei costi aggiuntivi di post trading nelle operazioni internazionali
 89 Fig. 3.4 Il modello di massimo accentramento

- 91 Fig. 3.5 Concorrenza perfetta/massima interconnettività
 93 Fig. 3.6 Il modello "a clessidra"
 94 Fig. 3.7 Il modello "hub and spokes"
- 84 Tab. 3.1 Ricavi per transazione dei principali Csd in Europa e negli Stati Uniti
 85 Tab. 3.2 Quattro opzioni di confronto tra Europa e Stati Uniti
 90 Tab. 3.3 I vantaggi di una controparte centrale unica
- 99 4. Le piccole e medie imprese europee e la borsa
 100 Tab. 4.1 Le Pmi nelle borse europee
 101 Tab. 4.2 Principali caratteristiche dei mercati delle Pmi europee
 103 Tab. 4.3 Le Pmi "quotabili" in Europa
 103 Tab. 4.4 Appartenenza settoriale delle Pmi quotabili in Europa
 104 Tab. 4.5 Composizione settoriale degli indici Stoxx dimensionali
 107 Tab. 4.6 Capitalizzazione delle borse europee e peso negli indici Stoxx
- 109 5. La diffusione della proprietà azionaria tra le famiglie italiane
 111 Fig. 5.1 Italia: capitalizzazione di borsa e settori istituzionali
 112 Fig. 5.2 Italia: struttura del portafoglio delle famiglie
 121 Fig. 5.3 Italia: investimento in azioni per livello di ricchezza finanziaria e reddito
 123 Fig. 5.4 Italia: investimento in azioni e attitudine al rischio
 124 Fig. 5.5 Italia: investimento in azioni e conoscenza dei temi finanziari
 125 Fig. 5.6 Italia: investimento in azioni per classe d'età
 126 Fig. 5.7 Italia: investimento in azioni e condizione economica della famiglia
- 113 Tab. 5.1 Struttura del portafoglio degli investitori in azioni italiane quotate
 115 Tab. 5.2 Numero di risparmiatori che investe in azioni
 115 Tab. 5.3 Capitalizzazione di borsa e settori istituzionali: un confronto internazionale
 117 Tab. 5.4 Momento di acquisto delle azioni

- 118 Tab. 5.5 Attitudine di medio periodo verso l'investimento azionario
- 119 Tab. 5.6 Caratteri socio-demografici degli investitori in azioni italiane quotate
- 127 6. Ritorno alle piramidi?
- 134 Tab. 6.1 La separazioni tra proprietà e controllo nel gruppo Telecom
- 137 Tab. 6.2 La separazione tra proprietà e controllo nel gruppo Agnelli

Presentazione

L'anno trascorso ha visto le borse confrontarsi, dopo lungo tempo, con una decisa svolta del ciclo economico americano e mondiale, aggravata dai tragici eventi dell'11 settembre. Una prova difficile che tuttavia non ha scosso la fiducia degli investitori, costruita sulla straordinaria esperienza dell'ultimo decennio, nel corso del quale il mercato azionario ha assunto un rilievo per l'economia che ormai non può più essere considerato transitorio, limitato a un periodo di eccezionale aumento dei corsi. È risultato evidente che sono mutati gli aspetti fondamentali dei nessi tra borsa ed economia.

L'analisi dei fatti che *Borsa 2002* propone al lettore nei primi due capitoli muove da questa constatazione confermando così l'idea, elaborata nelle due precedenti edizioni di questo annuale Rapporto, che le aspettative che muovono il mercato si formano in un clima in cui la percezione del rischio dell'investimento azionario è ormai stabilmente bassa, anche in periodi particolarmente critici come quelli sperimentati quest'anno. La razionalità di questo atteggiamento poggia molto sull'assicurazione implicita offerta dalla Banca centrale americana, la cosiddetta "Greenspan put option". Gli analisti sembrano ormai dare per scontato che il rischio delle azioni sia prossimo, se non uguale, a quello delle obbligazioni, e guardano con tenace ottimismo alle prospettive di crescita dell'economia americana.

I mercati europei hanno vissuto, e continuano a vivere, di riflesso gli effetti dei nuovi rapporti tra borsa ed economia che si sono affermati negli Stati Uniti. Ma in una realtà diversa, con minor crescita, maggiore rigidità della politica monetaria, più limitato rilievo della borsa. L'andamento dei corsi azionari europei non riesce a essere autonomo da quello americano e presenta una maggiore fragilità nei momenti critici.

Il costo dell'investimento in azioni europee rimane tuttora relativamente elevato a causa della frammentazione dei mercati che influenza soprattutto le commissioni per i servizi di post trading. Anche quest'anno viene presentata un'analisi dei più recenti sviluppi nel trava-

gliato processo di consolidamento delle principali borse e si illustrano le diverse opzioni che ancora si confrontano, rendendone incerto l'esito. Da una maggiore integrazione delle borse trarrebbero, inoltre, particolare giovamento i mercati delle piccole e medie imprese che offrono un potenziale interesse agli investitori sinora poco sfruttato, ma destinato ad aumentare.

La proprietà azionaria si è notevolmente diffusa non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa. In Italia, i risultati di un'indagine campionaria promossa da Borsa Italiana, rielaborati in questo Rapporto, mostrano che l'investimento azionario diretto è ormai una componente non trascurabile, e stabile, del portafoglio delle famiglie, anche di reddito medio. Le norme e i comportamenti che incidono sulla tutela degli azionisti di minoranza e dell'integrità del mercato vanno così assumendo rilievo diretto anche per i lavoratori. La struttura proprietaria delle maggiori società quotate continua però a privilegiare forme di controllo che, come si illustra nel penultimo capitolo, implicano una divergenza di interessi tra azionisti di maggioranza e di minoranza, con conseguenti problemi sul piano della regolamentazione non ancora risolti dall'attuale normativa.

Nella prospettiva di una radicale revisione, da parte del nuovo governo, della riforma tributaria del 1998, si presenta infine un'analisi dell'intensità dei benefici fiscali di cui hanno goduto imprese italiane di nuova quotazione; e si segnalano i problemi relativi al passaggio a un nuovo regime.

Alla ideazione e alla stesura del volume hanno collaborato un comitato editoriale (costituito da Mario Anolli, Luigi Bianchi, Marcello Bianchi, Luca Filippa, Luca Gandullia, Stefano Paleari, Luca Paolazzi) e Barbara Alemanni, Nicoletta Barabaschi, Roberta Colavecchio, Domenico Delli Gatti, Fedele De Novellis, Luca Enriques, Anna Florio, Alessandra Franzosi, Marco Lossani, Mario Mariani, Salvatore Parlato, Giovanni Petrella, Lorenzo Trapani, e la direzione scientifica di Giangiacomo Nardozzi. Realizzazione grafica a cura di Serena Zaggia.

Borsa 2002 è stata realizzata grazie al sostegno finanziario e alla collaborazione di: Assonime, Banca di Roma, Banca Intesa, Banca Nazionale del Lavoro, Borsa Italiana, Giubergia Ubs Warburg, Il Sole 24 ORE, Ubm.

1. Le borse negli Stati Uniti

Sintesi

- Nonostante il deciso peggioramento della congiuntura economica e l'entrata in recessione, la correzione dei principali indici di borsa è inferiore a quella osservata l'anno precedente. Gli effetti dell'attacco terroristico dell'11 settembre sono stati consistenti ma non duraturi, facendo registrare un pronto rimbalzo dei corsi.
- L'economia reale mostra chiari segnali di cedimento (gli utili si riducono), ma le attese non la scontano (i prezzi non cadono), permanendo sui livelli degli anni precedenti. L'ovvia conseguenza è un rapporto prezzi/utili crescente, collocato su un livello analogo a quello di fine 1998, prima della fase culminante del boom dell'economia americana.
- A sostegno delle quotazioni agisce la tenuta del premio al rischio che, grazie alla politica accomodante della Banca centrale, si mantiene stabilmente ai minimi storici. Gli investitori nutrono una grande fiducia nella garanzia assicurata dalla Fed contro eventuali tracolli di borsa. La cosiddetta "put option" di Greenspan contribuisce a sostenere le quotazioni in una misura compresa tra il 20 e il 40 per cento.
- Il basso livello del premio al rischio, tuttavia, spiega solo in parte gli elevati valori di P/E registrati nel corso dell'anno. In realtà, sono le attese di crescita sottese a tali valori a essere ampiamente inconsistenti con quanto emerso dagli indicatori congiunturali. Ancora alla fine del 2001, gli operatori sembrano attendersi un tasso di crescita del Pil per il biennio successivo prossimo al 5 per cento.
- Sotto i colpi del mercato rallentamento dell'economia vacilla il paradigma della new economy, di una crescita di lungo periodo superiore alla media storica, generata dall'innalzamento del tasso di cre-

Nel 2001 si chiude il ciclo espansivo decennale dell'economia americana e la borsa fa registrare il secondo anno di performance negativa. *Borsa 2002*, l'annuale Rapporto sul mercato azionario giunto alla sua quindicesima edizione, si apre con un'analisi degli effetti degli attentati dell'11 settembre su di un'economia sempre più guidata dalle azioni della Fed, individuandone le prospettive nel breve e medio-lungo periodo, con riferimento ai tempi di uscita dalla recessione e alla possibilità che la crescita ritorni ai ritmi di fine anni '90. Le borse europee hanno mostrato un andamento peggiore di quelle americane, nonostante fondamentali macroeconomici più favorevoli. A consuntivo emerge con chiarezza che il lungo boom delle borse europee era fragile rispetto a quello americano e quindi più deciso è stato il suo ridimensionamento. Il volume analizza, inoltre, i mutamenti in atto nei mercati azionari europei, dove l'integrazione procede con lentezza e rimangono irrisolti i nodi del post trading.

Notevole è il potenziale quotabile delle Pmi, i cui mercati trarrebbero particolari vantaggi dal consolidamento delle borse. In Italia l'investimento in azioni si è notevolmente diffuso tra le famiglie. I dati raccolti da una recentissima indagine di Borsa Italiana, ed elaborati nel volume, mostrano le caratteristiche dell'investitore al dettaglio e l'importanza della proprietà azionaria anche per le classi sociali di medio reddito. La tutela degli azionisti di minoranza assume sempre maggiore rilievo sociale. In merito, l'attuale normativa presenta lacune, emerse nel corso delle maggiori operazioni di trasferimento del controllo di società quotate, analizzate nel volume. Completa il Rapporto una valutazione degli effetti sulla borsa della tassazione delle imprese e delle attività finanziarie nella prospettiva di una nuova riforma.

ref.irs, Ricerche per l'Economia e la Finanza s.r.l. (www.refirs.it), nasce dall'esperienza degli economisti dell'Irs specializzati in analisi e previsioni per l'economia e la finanza.

ref.irs opera con ricerche e consulenze personalizzate, osservatori indipendenti, attività di formazione e si propone di affiancare aziende, istituzioni, organismi governativi, nei processi decisionali relativi all'economia e alla finanza.

Le attività di consulenza e di analisi si avvalgono della ricerca di base avviata e realizzata per più di venticinque anni all'Irs e trasferita nella nuova società.

All'ideazione e alla stesura del volume hanno collaborato un comitato editoriale (costituito da **Mario Anelli, Luigi Bianchi, Marcello Bianchi, Luca Filippa, Luca Gandullia, Stefano Paleari, Luca Paolazzi**) e **Barbara Alemanni, Nicoletta Barabaschi, Roberta Colavecchio, Fedele De Novellis, Domenico Delli Gatti, Luca Enriques, Anna Florio, Alessandra Franzosi, Marco Lossani, Mario Mariani, Salvatore Parlato, Giovanni Petrella, Lorenzo Trapani**, e la direzione scientifica di **Giangiaco Nardozi**. Realizzazione grafica a cura di **Serena Zaggia**.

Borsa 2002 è stata realizzata grazie al sostegno finanziario e alla collaborazione di: **Assonime, Banca di Roma, Banca Intesa, Banca Nazionale del Lavoro, Giubergia Ubs Warburg, Il Sole 24 Ore, Ubm**.

ISBN 88-8363-336-9



9 788883 633362

€ 35,95



Il Sole 24 ORE S.p.A.
Economia e Management
www.ilsol24ore.com

cover design 46xy studio
foto di copertina PhotoDisc

UNIVERSITÀ CATTOLICA
DEL SACRO CUORE